

2025年08月24日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

鲍威尔鸽派发言加强降息预期

——海外观察：美国2025年8月杰克逊·霍尔会议

投资要点

- **事件：**当地时间8月22日，美联储主席鲍威尔在“全球央行年会”——杰克逊·霍尔会议上发言。鲍威尔明确了美国劳动力市场所面临的困境，同时表态关税大概率是一次性价格水平冲击。最后鲍威尔对现有的货币政策框架“平均通胀目标制”（FAIT）做出修改，回到以前的“灵活通胀目标制”（FIT）。
- **核心观点：**美联储主席鲍威尔在杰克逊·霍尔会议上发表了超预期的鸽派演讲，提供了较为明确的9月降息指引。对于经济的前景方面：第一，鲍威尔认为劳动力市场虽看似平衡但潜在风险上升；第二，鲍威尔表态关税对通胀影响大概率是一次性冲击，弱化通胀的严格管理预期；第三，居民消费下滑依然是经济放慢的主因。对于货币政策框架调整方面，鲍威尔承认2020年后设定的“平均通胀目标制”（FAIT）具有限制性，认为适度通胀超调理论已经不适用于疫情后经济，将回到“灵活通胀目标制”（FIT），更关注“就业不足”而非“就业过热”。鲍威尔发言结束后，美股上涨，美债收益率下跌，黄金上涨，美元指数下跌，降息交易被大幅度强化。
- **劳动力市场虽看似平衡，但隐含风险上升。**鲍威尔在本次杰克逊·霍尔会议中对劳动力市场表达出的担忧远超市场预期。鲍威尔认为失业率虽微升至4.2%，仍处在均衡水平和历史低位，但表面上的“平衡”却是源于劳动力供需的双双放缓，这种异常状态意味着就业下行风险的上升，并强调如果风险爆发，可能迅速表现为裁员激增与失业率攀升（sharply higher layoffs and rising unemployment）。这与7月FOMC上鲍威尔就业均衡风险较小的观点形成鲜明的对比，也意味着鲍威尔的政策重心从通胀优先转变为就业优先。
- **关税对于通胀大概率是一次性价格水平冲击，疲软的劳动力市场会抑制通胀。**鲍威尔认为关税效应虽会随时间积累，但大概率只是“一次性价格水平冲击”（relatively short lived—a one-time shift in the price level）。同时，鲍威尔提出需要警惕薪资-价格螺旋攀升或通胀预期脱锚风险，但目前劳动力市场疲软降低了其可能性。综合来看，鲍威尔本次对通胀的发言更倾向于弱化关税影响，同时认为劳动力市场的疲软对工资推动式通胀起到了抑制效果。
- **货币政策修订方面，公布了《长期目标和货币政策战略声明》的修改结果。**2020年以来，美联储针对“有效利率下限（ELB）”引入了“平均通胀目标制（FAIT）”——即在低利率时期人为地允许通胀高于2%目标，以达到长期平均通胀在2%目标（通胀超调）。

（1）通胀：淡化ELB，取消“通胀超调”策略。在疫情后时期，由于通胀持续高于联储2%目标，如若继续采用“FAIT”则需要通胀在一段时间内持续低于2%，以达到长期平均通胀锚定在2%的目的。联储认为此货币政策实施较为滞后，因此在新货币政策框架中进行了修订：其一删除了“ELB是经济核心特征”的表述，强调框架需要适应广泛经济环境（即当前高通胀高利率环境），但仍保留应对ELB的工具准备；其二取消了“通胀超调”策略——回归到“灵活通胀目标制（FIT）”，承认2020年设定的“适度超调”并不适用于后疫情时期的实际通胀情况。

（2）就业：重释“最大就业”。《声明》中删除了“弥补就业缺口（shortfalls）”的表述，因为其被误读为“永久性放弃预防性行动”，并提及“劳动力可能暂时超过最大就业水平而不引发通胀风险”。这意味着美联储后续政策更偏向于关注“就业不足”而非“就业过热”，同时政策方针更偏向于“事前预防”而非“事后补救”。

(3) 通胀和就业的冲突平衡问题。在双重使命的问题上,《声明》则更加留有余地的表述“将权衡偏离程度与回归预期的时差”(departures from our goals and the potentially different time horizons),更加偏向于2012年政策声明描述,使得政策实施空间更加宽泛,避免市场预期出现过于偏激的情况。

(4) 延续性原则。第一,长期通胀目标依然需要保持在2%。第二,拒绝为就业设定数字目标。第三,维持五年一次的货币政策公开评估机制。

- **鲍威尔超预期鸽派发言强化市场降息预期。**本次杰克逊·霍尔会议上鲍威尔的鸽派发言和市场存在较大的预期差。发言结束后,美股上涨强劲,美债收益率集体下跌,黄金上涨,美元指数下跌。不管是在经济前景还是货币政策框架修订内容上,鲍威尔都着重强调经济风险而非通胀风险,同时新货币政策框架频繁提及“预防性行动”的优先级。我们认为,9月降息或成为大概率事件,并且由于新货币政策框架下“预防性行动”的优先级提高以及劳动局数据采集问题的影响,8月后续就业和通胀数据在没有过度偏离预期的情况下对美联储后续降息行动的影响相对有限。
- **风险提示:美国关税导致通胀超预期上行,美国经济和就业下行超预期。**

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089